

Bølgen av reguleringsreformer, følgene for kapitalmarkedene og tilsynsmessige utfordringer

v/Anne Merethe Bellamy, Finanstilsynet, 28. oktober 2014

Jeg starter med litt orientering i dagens situasjon. Det er betydelig usikkerhet i internasjonal økonomi. Veksten i mange europeiske land er svak. Svært lave renter og stor likviditetstilførsel har ført til omfattende søken etter avkastning, lavere risikopremier og lengre oppgang i verdipapir- og andre markeder. I flere land er det tegn til økende risiko i eiendomsmarkedene og vi ser korreksjoner i verdipapirmarkedene. Risikoen knyttet til boligmarkeder og husholdningsskjeld i Norge vil trolig øke ytterligere framover, og sårbarheten i norsk næringsliv øker som følge av et mindre diversifisert næringsliv. Det er også en viss usikkerhet knyttet til oljeprisen framover.

Direkte finansiering i markedene øker også i Norge, i vesentlig grad gjennom utstedelse av høyrenteobligasjoner. Det er slik sett ingen klare tegn til kredittørke i Norge, og utviklingen skyldes i hovedsak lavere risikopremier på direkte finansiering.

Endringer i pensjonssystemet, med økende betydning av innskuddsbaserte ordninger, innebærer at den finansielle risikoen i større grad bæres av forsikringstakerne. Mindre forutsigbar pensjon kan påvirke forbrukernes spare- og konsumbeslutninger, f eks i form av mer sparing i fond og kollektive investeringsprodukter.

Etter finanskrisen ble det satt i gang et omfattende internasjonalt arbeid med reguleringsreformer for finansnæringen. Finanskrisen viste først og fremst at kapitalkravene bankene stod overfor var for svake, at de største institusjonene var blitt for store, at noen forretningsmodeller representerte for stor risiko, at det hadde bygget seg opp systemrisiko på områder ingen hadde oversikt over, at finansmarkedene er sammenvevd over landegrensene, og at det var behov for å øke investorbeskyttelsen. Dette bringer meg over på dagens tema.

Reguleringsreformene får direkte betydning i Norge ved gjennomføring av EUs direktiver, forordninger og retningslinjer. Det europeiske regelverket er i stor grad et fullharmoniseringsregelverk, men inneholder samtidig et visst nasjonalt handlingsrom som kan benyttes, særlig ved oppbygging av systemrisiko i nasjonale markeder. Jeg skal ikke i detalj gå inn i de ulike regelverkene, men komme med noen betraktninger om hovedinnhold og utfordringer. Flere av dagens foredragsholdere berører jo også deler av dette.

En ny tilsynsstruktur i EU ble etablert i 2011, med formål å skape økt tillit til det finansielle systemet gjennom mer ensartet og bedre koordinert regulering, tilsyn og krisehåndtering. Tre europeiske tilsynsmyndigheter er opprettet; en for bank, en for verdipapir og en for forsikring. Disse har fått betydelig utvidet myndighet, også av overnasjonal karakter. Dette er en utfordring for Norge som står utenfor EU, men det er bra at det nå ser ut til å være politisk enighet om hvordan de såkalte ESA-forordningene kan innlemmes i EØS-avtalen. Det foreligger nå en løsning på hvordan relevant regelverk (som er viktige for norske institusjoner og markeder) kan gjennomføres i norsk rett. Samtidig skal man være oppmerksom på at det vil ta noe tid før de enkelte rettsakter blir innlemmet i EØS-avtalen. Inntil det skjer vil det være noe usikkerhet om norske foretak kan drive grensekryssende virksomhet i EU-land. Forvaltere med tillatelse etter AIFM er et eksempel på det.

Reformene knyttet til regulering og tilsyn har som formål å bidra til et mer robust finansielt system og redusere risikoen for stabilitetsproblemer. Det nye reguleringsregimet har et omfang og kompleksitet som trolig ikke har historiske paralleller. Når det er sagt, avspeiler dette samtidig den økte kompleksiteten i internasjonal finansnæring.

MIFID II

Mifid II trådte i kraft 3. juli 2014, med implementeringsfrist 3. januar 2017. Det nye direktivet stiller krav om at handel i aksjer og derivater som utgangspunkt skal skje på organiserte markedsplasser som er underlagt tilsyn. Videre utvider direktivet definisjonen av finansielle instrumenter til også å omfatte utslippstillatelser. Det innføres større krav til transparens i forbindelse med løpende handel og gjennom en omfattende rapportering til myndighetene. Investorbeskyttelsen styrkes, gjennom kravene til god forretningsskikk og de egnethetsvurderinger verdipapirforetak skal foreta av sine kunder.

Ved uavhengig investeringsrådgivning og aktiv forvaltning skal det ikke lenger være mulig å få betalt fra produktleverandører. Tjenestene må betales av kundene direkte. Dette vil medføre endringer i foretakenes forretningsmodeller, og vi har merket oss at det er en viss bekymring for konsekvensene av denne regelendringen. Videre innføres det strengere krav til verdipapirforetakenes godkjenning av produkter, krav til forståelse og kunnskap om instrumenter og produkter hos foretak som tilbyr disse, og særlige regler om hvem produktene kan selges til.

AIFMD

Ny regulering av forvaltning av alternative investeringsfond trådte i kraft i Norge juli i år. Kort fortalt dreier dette seg om forvaltning og markedsføring av kollektive investeringer som ikke er såkalte UCITS-fond. Nedslagsfeltet er dermed vidt, og reguleringen vil få stor betydning for fondsbransjen, investorer og andre aktører fremover. Det kan bli et konkurransefortrinn å ha konsesjon for å tiltrekke seg investorer, og det blir lettere tilgang til andre markeder i EØS-området. Bedre markedsadgang og større konkurranse kan generelt lede til lavere marginer for aktørene. Jeg har også tro på at de særlige kravene som stilles til forvalter og distributører ved markedsføring av alternative investeringsfond til ikke-profesjonelle kunder, vil gi økt forbrukerbeskyttelse.

Det må forventes at tilpasningene til de nye kravene vil påføre forvalterne økte kostnader, særlig i startfasen. Enkelte forvaltere driver virksomhet som går ut over den virksomhetsbegrensning som gjelder, og må i så fall skille ut virksomhetsområder for å kunne få konsesjon. For mange innebærer kravet til depotmottaker etablering av et nytt ledd i kontrollkjeden. Depotmottaker utøver en viktig funksjon, og de skjerpede krav som stilles til depotmottaker vil også bidra til å øke robustheten og den generelle tilliten til bransjen.

Det er i dag fem kredittinstitusjoner som tilbyr depotmottakertjenester for verdipapirfond, og det er ikke gitt at disse ønsker å tilby depotmottakertjenester til nye typer alternative investeringsfond som eiendomsfond og aktive eierfond. Det er da viktig at det kommer til andre kompetente aktører som kan tilby tjenestene.

Finanstilsynet har allerede mottatt over 20 konsesjonssøknader fra forvaltere og tre søknader fra nye aktører som ønsker å tilby tjenesten som depotmottaker (ikke kredittinstitusjoner). Det forventes at antallet søknader øker frem mot årsskiftet. Vi har mottatt over 50 søknader om markedsføring av

alternative investeringsfond med forvaltere etablert utenfor EØS-området og en rekke meldinger om grensekryssende tjenester inn til Norge.

EMIR

EMIR trådte i kraft i EU 16. august 2012, men er ennå ikke gjennomført i Norge. Formålet er å redusere systemrisiko som kan bygge seg opp i derivatmarkedene, gjennom pliktig clearing av OTC-derivater (over visse grenseverdier) og pliktig rapportering av slike. Foretak som inngår derivatkontrakter som ikke er gjenstand for clearingplikt, skal ha ordninger for å overvåke og begrense risiko. I visse tilfeller gjelder også krav om sikkerhetsstillelse.

Mange norske markedsaktører handler OTC-derivater i internasjonale markeder. Eksempler er aktører innenfor sektorene; shipping, energi, olje og gass, fiskeri og fiskeoppdrett. I tillegg er mange aktører aktive i valutaderivatmarkedet.

Krav om clearing, eller risikoreduserende tiltak der clearing ikke er pålagt, omfatter finansielle motparter og ikke-finansielle motparter, som er over grenseverdiene for clearingplikt. Det er fortsatt ikke fastsatt hvilke kontrakter som er gjenstand for clearingplikt, og det er heller ikke fastsatt krav til risikoreduserende tiltak for ikke-clearede kontrakter. Vær imidlertid klar over at det her er foreslått at for ikke-finansielle motparter fra tredjeland, så vil clearingplikt oppstå for alle, uavhengig av terskelverdier.

Det er også en sammenheng mellom EMIR og CRD IV ved at det er krav om at bankene benytter anerkjent sentral motpart for å få den lavere kapitaldekningen som gjelder for sentrale motparter. Anerkjente sentrale motparter er de som enten har EMIR-tillatelse, eller er anerkjent tredjeland sentral motpart etter reglene i EMIR. Så langt er ingen sentrale motparter fra tredjeland anerkjent. Kravet i CRD-reglene er utsatt til 15. desember, slik at banker i EU kan legge til grunn sin eksisterende vurdering av sentrale motparter.

Strukturendringer innebærer at de sentrale motpartene blir foretak med et bredere produktspekter, med virksomhet i mange markeder og med kompleks struktur.

CSD

EUs forordning om verdipapiroppgjør og verdipapirregistre¹, ofte kalt CSD-forordningen, trådte i kraft i EU 17. september i år. Det er imidlertid bare enkelte deler av den som allerede har fått virkning, ettersom det kommer et omfattende nivå 2-regelverk og det er gitt enkelte overgangsordninger. ESMA skal lage forslag til nivå 2- regler innen juni neste år og det blir høringer på disse reglene før det. De fleste av konsekvensene som jeg nå skal nevne, vil derfor først inntreffe om en stund. Full gjennomføring i Norge vil antagelig ikke skje før i 2016.

Forordningen vil få direkte virkning både for verdipapirforetakene og for infrastrukturforetakene.

Den største konsekvensen for verdipapirforetakene og kundene deres blir nok at det innføres en rekke tiltak som skal sikre raskt oppgjør. Blant annet blir standard² oppgjørssyklus forkortet fra tre til to dager. Det norske verdipapirmarkedet gikk derfor, i likhet med de fleste andre europeiske

¹ Forordning (EU) 909/2014, vedtatt 23. juli 2014

² For handel i omsettelige verdipapirer på regulerte markeder, multilaterale handelsfasiliteter og organiserte handelsfasiliteter ("markedsplasser").

markeder, over fra oppgjør T+3 til T+2 den 6. oktober i år. Verdipapirregistrene skal dessuten innføre bøter ved forsinket oppgjør³. Disse bøkene skal løpe fra dagen etter avtalt oppgjørsdag og frem til oppgjør skjer. Ved falte handler som varer en stund, vil det dessuten bli satt i gang tvangsgjennomføring, såkalt "buy in".

Det blir dessuten innført en felleseuropeisk regulering av verdipapirregistrene, som til gjengjeld vil nyte godt av et europeisk pass. Det er ventet at dette vil gi en mer detaljert regulering enn gjeldende verdipapirregisterlov. Det norske systemet med investorkonti direkte i verdipapirregisteret, og bruk av kontoførere, vil kunne videreføres.

Norge vil kunne videreføre begrensninger på forvalterregistrering, men det er ikke avklart i hvilken grad nåværende plikt til å registrere aksjer i allmennaksjeselskaper og ihendehaverobligasjoner i et norsk verdipapirregister vil kunne videreføres. Utgangspunktet blir nemlig at utstederne skal kunne velge hvilket verdipapirregister de ønsker å registrere finansielle instrumenter⁴ i, imidlertid slik at nasjonal selskapsrett vil fortsette å gjelde.

Regulation is only credible when it is effectively supervised. Dette er vel en vedtatt "sannhet", men er også et sitat fra en tale holdt nylig av sjefen i ESMA (den europeiske verdipapirtilsynsmyndigheten). Dette bringer meg dermed over til de tilsynsmessige utfordringene som gjør seg gjeldende.

Som nevnt innebærer «Single rule book» en fullharmonisering av regelverket. Økt bruk av forordninger kombinert med omfattende og detaljerte tekniske standarder skal sikre at alle er omfattet av de samme reglene og forstår dem på samme måte. På noen områder (f eks EMIR) er det f eks detaljerte regler for saksbehandlingen og saksbehandlingstid. Tilsvarende legges det stor vekt på «supervisory convergence», som skal sikre at de nasjonale tilsyn arbeider på samme måte og vektlegger de samme forhold. Finanstilsynet må forholde seg til tilsynsstandarder og anbefalinger etter et «comply or explain»-prinsipp. For enkelte institusjoner som anses som systemviktige og som driver i flere land, er det etablert såkalte tilsynscolleger der godkjenning og tilsyn skjer i samarbeid mellom de aktuelle tilsyn. Alt dette er krevende. Delvis fordi kravene er omfattende og typisk nok, detaljerte, men også fordi vi mister noe av friheten til å føre tilsyn på den måten vi synes er fornuftig. Likevel, ut fra et europeisk markeds perspektiv, felles regulering og etableringen av de europeiske tilsynsbyråene, er vi nødt til å ha sammenfallende tilsynspraksis. Det kan jo til og med hende at vi har litt å lære!

En annen utfordring er at det på mange områder blir krav om en svært omfattende rapportering fra foretakene til tilsynsmyndighetene. Eksempler er utvidelsen av transaksjonsrapporteringen etter Mifid II, som fra 2017 også skal omfatte handel i obligasjoner og derivater, kombinert med at det for alle instrumenter blir en vesentlig utvidelse i antall opplysninger som skal innrapporteres. I tillegg kommer daglig rapportering av posisjoner i varederivater. Etter AIFMD skal det rapporteres mange opplysninger knyttet til det enkelte fond. Den såkalte rapport "template" i direktivet angir 32 informasjonskomponenter, der hver av disse har mange underpunkter (felt). I tillegg kommer rapportering etter EMIR og shortsalg.

³ Bøteregimet og "buy in" skal gjelde for omsettelige verdipapirer, pengemarkedsinstrumenter, verdipapirfond og utslippstillatelser, som er tatt opp til handel eller handlet på en markeds plass eller som cleares av en sentral motpart.

⁴ Denne regelen gjelder finansielle instrumenter tatt opp til handel på en markeds plass.

Dette stiller store krav til foretakene selv som skal rapportere. For tilsynsmyndighetene blir det utfordrende og kostnadskrevenende å etablere IT-systemer og rapporteringsløsninger som skal håndtere datamengdene og sist, men ikke minst, opplysningene skal systematiseres, kontrolleres, analyseres og følges opp!

Et prioritert område for tilsynsvirksomheten er forbrukervern. Vi har hatt stor oppmerksomhet mot verdipapirforetakenes salg og rådgivning til forbrukere og dette vil vi også fremover prioritere meget høyt. Ny regulering skal bidra til at markedet for finansielle produkter og tjenester anses som åpent, enkelt og rettferdig for forbrukerne. De europeiske tilsynsmyndighetene vil rette stor oppmerksomhet mot foretaket som selger finansielle produkter og deres ansvar for produktene, omtalt som "product oversight and governance".

God og forståelig informasjon om produkter er viktig, men har i mange tilfeller ført til at forbrukeren blir gitt så store mengder informasjon at det er vanskelig å få oversikt. EU-kommisjonen har foreslått felles regler for opplysninger og informasjon til forbrukere om kompliserte produkter (krav til nøkkelinformasjon). Det foreslås også å stille krav om testing av et produkt før det lanseres. Dette vil sette krav til tilsynsoppfølging. I særlige tilfeller skal tilsynsmyndigheter kunne forby produkter. Selv om dette ikke betyr direkte produktkontroll, vil et slikt regelverk kreve oppfølging av foretakenes produkter i langt større grad enn hva som er vanlig i dag.

Oppsummering

Reformene har en rekke dimensjoner og inkluderer strengere krav til foretakene, mer effektiv og robust krisehåndtering, tryggere og mer transparente verdipapirmarkeder, tiltak mot skyggebankvirksomhet, tiltak mot markedsmissbruk, økte krav til insitamentsstrukturer og bonusordninger og, ikke minst, mer effektivt tilsyn og overvåking. I tillegg er det verdt å merke seg at styrket forbrukervern og økt vekt på systemrisiko er svært viktige deler av reformene.

Som nevnt, bygger regelverket i stor grad på erfaringene fra finanskrisen. Endringene i reguleringene vil kreve tilpasninger i institusjonene, og gi opphav til endringer i strategier og forretningsmodeller. Reglene som skal følges er til dels svært kompliserte og detaljerte, og både foretak og myndigheter skal håndtere svært store mengder informasjon. Jeg tror vi vil se tilpasninger til dette som er ønskede og som bidrar til større tillit og transparens, men vi må også være forberedt på at markedets tilpasninger til ny regulering kan gi nye utfordringer fremover.